

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200215043

UDC_____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

国美电器香港借壳上市案例研究

Analysis on Gome' s Back-door Listing in Hong Kong

洪 波

指导教师姓名: 李 常 青 教授

专 业 名 称: 工 商 管 理 (MBA)

论文提交日期: 2 0 0 5 年 月

论文答辩日期: 2 0 0 5 年 月

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

国美电器香港借壳上市作为国内高速发展的民营企业寻求境外融资的案例具有一定的典型性。作为为数不多的登陆香港主板的国内民营企业之一，国美电器此次香港借壳上市得到了市场的认可，取得了多方共赢的良好结果。国美电器在上市过程中的资本市场运作技巧主要表现在绕过国内政府的大部分监管、对上市成本的成功控制、以及对国美电器的大胆定价。本文通过对该案例的研究分析，力图寻找对国内民营企业境外间接上市具有参考价值的地方，同时也希望对国内有关民营企业境外间接上市的监管政策进行一定程度的研究和思考。

全文共分八章，第一章和第二章介绍国美电器香港借壳上市的背景，其中主要介绍了家电零售业的行业概况和国美电器的历史与发展，并进一步发掘国美电器存在的融资问题；第三章到第七章对国美电器香港借壳上市的原因、操作过程及特点、结果以及取得成功的条件进行分析，试图从中总结出对国内民营企业境外间接上市具有参考价值的地方；第八章在前述分析的基础上，对近年来国内有关民营企业境外间接上市的监管政策进行了回顾和思考，并给出建议。

关键词：借壳上市； 并购； 家电零售业。

ABSTRACT

Gome's back-door listing in Hong Kong is a type of financing abroad by rapidly developing private enterprises. As one of a few successful private enterprises being listed in Hong Kong's main board, Gome gains the market's approbation. Its back-door listing does good not only to itself but also to other interested parties. Gome's operating skills during its back-door listing include escaping many supervision rules in China, successful controlling the process cost and making a good share price. The paper hopes to find out valuable experiences about private enterprises indirectly being listed abroad on the analysis of this case, and then study the Chinese supervision rules of private enterprises' indirectly public offering abroad.

The paper includes eight chapters. Chapter 1 and chapter 2 introduce the background of Gome's back-door listing in Hong Kong, especially in the area of the general situation about household appliance retail trade and the developing history of Gome, and then find out the financing problems in Gome. From chapter 3 to chapter 7, the paper firstly analyses many factors in Gome's back-door listing in Hong Kong, such as the reason, the process, the characteristic, the result and the successful conditions of this activity. Base on the analysis these chapters try to sum up valuable experiences about private enterprises' indirectly public offering abroad. Chapter 8 reviews the Chinese latest supervision rules on private enterprises' indirectly public offering abroad and provides some advices.

Key Words: Back-door Listing; Mergers and Acquisition; Household Appliance Retail Trade.

目 录

导论	1
第一章 家电零售行业的背景	4
第一节 家电零售市场容量不断扩大	4
第二节 家电零售连锁店商逐步占据主要市场	5
第三节 家电零售连锁企业融资需求巨大	6
第二章 国美电器概况	8
第一节 国美电器历史及现状	8
第二节 国美电器的业务扩张计划	13
第三节 国美电器面临的融资问题	14
第三章 国美电器香港借壳上市的原因	19
第一节 上市融资是国美电器的最佳选择	19
第二节 资本市场的选择	20
第三节 上市方式的选择	22
第四节 国美电器香港借壳上市的原因	24
第四章 国美电器香港借壳上市的思路及操作过程	26
第一节 控制壳公司—中国鹏润	26
第二节 重组国美电器	27
第三节 反向收购实现上市目的	28
第四节 上市公司所有股票实现流通	30
第五章 国美电器上市操作的特点	31
第一节 低成本取得壳公司控制权	31

第二节	重组过程中充分利用规则降低成本.....	32
第三节	“蛇吞象”式的反向收购.....	33
第六章	国美电器香港借壳上市对相关各方的影响分析	38
第一节	对非上市公司国美电器的影响.....	38
第二节	对壳公司中国鹏润的影响.....	40
第三节	对中国鹏润的原有公众股股东的影响.....	42
第四节	对国美电器和中国鹏润控股股东的影响.....	43
第五节	小结	45
第七章	国美电器香港借壳上市操作成功的条件	46
第一节	行业形势利好以及公司业绩优良.....	46
第二节	香港资本市场的高度市场化和国际化.....	46
第三节	政策环境相对宽松.....	47
第四节	国美电器的控股股东始终掌握上市公司的控制权	47
第八章	规范我国民营企业境外间接上市行为的思考	49
第一节	规范我国境内企业境外间接上市行为的必要性	49
第二节	对我国境内企业境外间接上市的监管政策回顾	50
第三节	对规范我国民营企业境外间接上市行为的思考及建议	51
附录：	国美电器外部融资需求预测.....	54
主要参考文献	58
致谢	60

导论

境外上市是我国民营企业借助国际资本市场，走向国际化极为重要的一条途径，也是中国经济加快向市场经济转轨，提高经济整体竞争力的一种重要方式。对于那些已经初具规模，急需发展资金的高成长民营企业，可以通过寻求境外上市方式来解决发展过程中的资金瓶颈问题，同时借此来提升企业的品牌和形象。

在国内民营企业境外上市的过程中，由于境外直接上市的门槛太高，以及监管和审批过于严格等原因，越来越多的民营企业采用间接上市的方式登陆境外资本市场。间接上市有借壳上市和造壳上市两种，二者操作上稍有区别，但本质上是一样的，都是绕道实现上市目的。

国内家电零售业是近年来在国内令人瞩目的新兴行业。国美电器作为家电零售业的领导者，良好的业绩和惊人的发展速度，使得其客观上有了上市融资的需求。国美电器根据自身发展的需要制定和实施了香港借壳主板上市的计划，通过借壳上市的方式规避中国政府的大部分监管措施，同时很好地控制了整个上市过程中的成本，并最终成功搭建了巨大的融资平台，成为众多国内民营企业境外间接上市当中相当成功的一个典型案例。本文选取国美电器进行研究并希望能从以下几个方面得到启示：

1、目前国内对企业境外上市的研究主要集中在国有企业上，相关的法律法规也主要针对国有企业而制定的。近年来，民营企业发展迅速，已经在境外上市的潮流中占据越来越重要的地位。民营企业由于其所有权性质决定了其境外上市目的与国有企业有所不同。她更加注重能否为企业带来价值，能否为控股股东带来利益。国美电器作为新兴的家电零售业的行业领导者，在一定程度上可以代表国内高速发展的民营企业。因此本文希

望通过对国美电器香港借壳上市案例的研究,探讨近年来,国内民营企业热衷于境外上市的原因。

2、由于国美电器在整个操作过程中表现出来的成熟大胆以及在重组国美电器的过程中成功的定价使得该案例成为国内民营企业境外借壳上市的一个较为典型的成功案例。鉴于国内多数民营企业对境外上市仍然处于摸索阶段,本文希望能够从对国美电器的案例研究中发现对国内民营企业境外借壳上市的具体操作方面可以借鉴的经验或教训。

3、民营企业境外上市受国家有关监管政策的影响很大。2003 年至 2004 年是我国对境外间接上市监管相对宽松的时候,同时也是民营企业境外上市的高峰期。国美电器上市的时间处于该阶段的末期,她通过借壳上市规避了中国政府的大部分监管,成功实现了香港主板上市。本文希望能以对国美电器的案例研究作为出发点,总结分析近年来国内有关境外间接上市的监管政策,剖析国内有关监管部门对民营企业境外上市的政策取向是否合理可行。

全文共分八章,其主要内容包括:

第一章、家电零售业的背景。在本章中对国美电器所处的家电零售业行业近年来的发展和趋势作简要介绍。

第二章、国美电器概况。在本章中介绍国美电器的概况,包括国美电器的历史、现状及其发展战略。

第三章、国美电器香港借壳上市的原因。本章结合国美电器的实际情况对不同的资本市场及上市方式进行分析,并阐述国美电器最终选择香港借壳上市的原因。

第四章、国美电器香港借壳上市的思路及操作过程。展示了国美电器香港借壳上市操作的全过程。

第五章、国美电器香港借壳上市操作的特点。在本章中分析国美电器

此次借壳上市操作的特点，并从中发掘对国内民营企业境外借壳上市具有参考价值的地方。

第六章、国美电器香港借壳上市的结果。在本章中从各个利益相关方的角度出发对国美电器此次上市带来的影响进行定性和定量的分析。从而对国美电器的此次上市操作的结果作出一个总体评价。

第七章、国美电器上市操作能够成功的条件。本章分析了国美电器上市操作能够成功的内外部条件，以便对其成功经验进行总结。

第八章、规范我国民营企业境外上市行为的思考。本章以国美电器的案例为出发点，对近年来我国有关民营企业境外上市的监管政策做出总结分析，并试图探讨其合理性和可行性。

第一章 家电零售行业的背景

第一节 家电零售市场容量不断扩大

中国改革开放以来,经济得到迅速的发展。人民生活水平得到很大的改善,与此相对应的人均消费也迅速地增长。根据国家统计局,中国电器及零售电子产品零售额从1992年1320亿元增长到2002年的3940亿元。即便如此,目前我国用电器的整体普及率仍然偏低,在未来相当长的一段时期里,家电零售市场仍将保持强劲的增长势头。根据国家信息中心,电器及消费电子产品的增长趋势将会持续,预计于2004年至2005年,消费电子产品零售额的年增长率将达到10.6%及11.4%。

下表显示1992年及2002年间,中国电器及消费电子产品的销售增长率。

表 1.1 中国电器及消费电子产品销售及其增长率

产品类别	影音	通讯产品	冰箱洗衣机	空调	电脑	小型电器	数码产品	总计
1992年销售收入(亿元)	72.6	13.4	23.5	13.4	4	6.7	4.0	134.0
1997年销售收入(亿元)	101.2	30.2	35.5	31.1	11.1	11.1	1.8	221.9
2002年销售收入(亿元)	110	78.9	69	52	41	38.9	4	393.8
1992年至2002年间年复合增长率	4.2%	19.4%	11.4%	14.5%	26.2%	19.2%	25.9%	11.4%
1998年至2002年间年复合增长率	0.5%	21.2%	14.4%	13.1%	35.4%	30.5	16.1%	12.7%

资料来源:国家信息中心:《消费类电子产品零售市场监测数据》, <http://www.sic.gov.cn>。

从上表可以看出,小型家电、电脑、空调及数码产品是1992年至2002年之间销售增长最快的家电产品。就未来的发展而言,根据国家信息中心资料,传统电器(除了通讯、电脑和数码产品以外)2003年至2008年间的复合年增长率估计为10.1%,通讯、电脑和数码产品的相应增长估计为16.7%。

第二节 家电零售连锁店商逐步占据主要市场

连锁经营已经成为国外家电零售企业的主要组织形式。在日本,以山田和小岛电器为首的家电专业连锁店已遍布日本,专业连锁店的市场份额占整个家电市场的80%以上。美国的家电零售企业不到1000家,前三大家电零售企业占据了80%的市场份额,其中Bestbuy是美国最成功的家电零售商,共有分布在美国、加拿大、波多黎各及美属维尔京群岛的1900多家零售商场,其中全美共有300多家连锁店。2002财政年度,Bestbuy的营业收入达196亿美元。

而中国的家电零售市场现状混乱,流通零售企业超过3.2万家,以美国为首的几家大型家电零售企业的规模及其在中国所占的市场份额,同美国、日本的家电零售企业在其本国所占市场份额相比,仍有很大的增长空间,目前尚未真正达到规模性连锁的需求,但是其市场扩张和区域发展的潜力十分巨大,发展速度、经营模式以及对相关产业的带动等都充分地显示出了连锁经营组织形式的现代性和优越性。

近年来,国内家电零售连锁企业无论是销售总额的增长速度、服务水平还是经营绩效,都显示出强大的生命力。根据国家经贸委贸易市场局的资料显示,家电零售连锁企业产生的销售总额将于2005年达到7000亿元,相当于平均年增长约35%,高于2004年至2005年零售电子产品的预期

年度增长率。

下表显示国内顶级家电零售连锁企业于 2002 年及 2003 年的营业额及市场占有率：

表 1.2 中国顶级家电零售连锁企业的营业额及市场占有率

公司名称	2002 年			2003 年		
	销售(10 亿元)	占百分比	门店数目	销售(10 亿元)	占百分比	门店数目
国美集团	10.9	2.8%	109	17.8	4.1%	139
上海永乐家电	4.9	1.2%	32	8.8	2.0%	55
苏宁电器	5.9	1.5%	84	8.5	1.9%	148
重庆商社	5.3	1.3%	77	6.6	1.5%	81
三联商社	4.6	1.2%	132	6.4	1.5%	202
江苏五星电器	3.2	0.8%	76	5.1	1.2%	96
大中电器	2.3	0.6%	15	4.0	0.9%	33
首七名合计	37.1	9.4%	525	57.1	13%	754
市场总额	393.8			439.7		

资料来源：国家信息中心：《消费类电子产品零售市场监测数据》，<http://www.sic.gov.cn>。

从上表可以看出，家电零售连锁企业已经占据家电零售市场越来越大的份额，并且占前几位的大型家电零售连锁企业的份额增长迅速，市场集中度有日趋提高的趋势。

第三节 家电零售连锁企业融资需求巨大

家电零售连锁经营企业最显著的特征和竞争优势是通过充实资金、扩

大经营规模、跨地域连锁经营来掌握庞大的市场销售网络。由于我国家电产品呈现买方市场，能否掌握家电零售终端成为家电生产和销售流程中的关键因素。

随着中国加入世贸组织，至 2004 年底，中国将允许外商独资企业在中国从事零售业务。届时，所有有关地理位置、店铺数目及股权和成立形式等方面的限制将全部取消。为了应对可能出现的大型国际连锁经营企业集团进军中国市场的威胁，国内大型家电零售连锁企业纷纷加速在全国范围内的零售网络的扩张。为了在新一轮的加速扩张中取得先机，国内家电零售连锁企业首先必须解决扩张带来的融资需求问题。

由于国内大型家电零售企业主要利用商业信用进行融资，其优点是资金成本非常地低，可以大大提高净资产收益率。但是随着企业的加速发展，大量的商业信用融资导致企业资产负债率偏高，再加上商业信用属于短期债务，用于支持企业长期发展存在较大的风险。因此，国内家电零售连锁企业在进入新一轮的发展阶段之前，首先必须面对的是如何在满足巨额的融资需求的同时改善其融资结构。

第二章 国美电器概况

第一节 国美电器历史及现状

一、国美集团的历史

国美集团的创立，始于黄光裕先生 1987 年在北京开设的首家电器门店。1993 年，国美集团当时经营的全部门店开始采用“国美电器”的名称，以家电零售连锁企业的形象经营业务。国美集团自从 1999 年开始将业务扩展至北京以外的地区。首先在天津设立门店，随后陆续在中国其他主要城市如成都、重庆及西安等地设立门店。根据国家信息中心资料，按 2002 年及 2003 年的销售额计算，国美集团是中国最大的家电连锁零售企业。下面将国美集团自 1987 年之后的发展历程简要介绍如下：

1990年创建新的供销模式，脱离中间商，与厂家直接接触。

1991年率先在《北京晚报》中缝做报价广告，建立了消费者与媒体的新型互动关系。

1993年国美电器有限公司在北京成立，所有店铺统一命名为“国美电器”，就此形成了连锁经营模式的雏形。

1996年以长虹为首的国内家电企业崛起，国美随即将经营结构由先前单纯经营进口商品转向国产、合资品牌，建立了与国产厂家的紧密合作关系。

1998年国美电器总结十多年的发展经验，出台了长达230页的《国美经营管理手册》，建立了较为完善的连锁经营管理框架，为走出北京走向全国打下了坚实的基础。

1999年，国美电器走出北京进入天津市场，迈出了中国家电连锁零售

企业跨区域连锁的第一步，同时打响了新连锁渠道向旧有渠道革命的第一枪。国美进入天津不仅改变了天津市民的家电消费观念，推出的服务工程也成为各大商场竞相模仿的对象。跨出北京后，国美电器的商品品类扩展为彩电、冰箱洗衣机、空调、白色小家电、通信、IT等七大门类。品类的创新改变了自己也改变了行业，国美从此成为消费电子零售商，竞争对手也随之效仿。

2001年国美电器正式宣布进军手机零售市场，并迅速占领了市场。2003年上半年销量和销售收入分别比2002年同期增长了130%、120%，成为全国最大的手机经销商。

从2000年开始，国美电器进入了高速扩张期，在全国掀起了一场家电渠道变革的风暴，在全国开设连锁卖场百余家。2003年被国家商务部评为全国连锁企业三十强第三名，家电连锁企业第一。

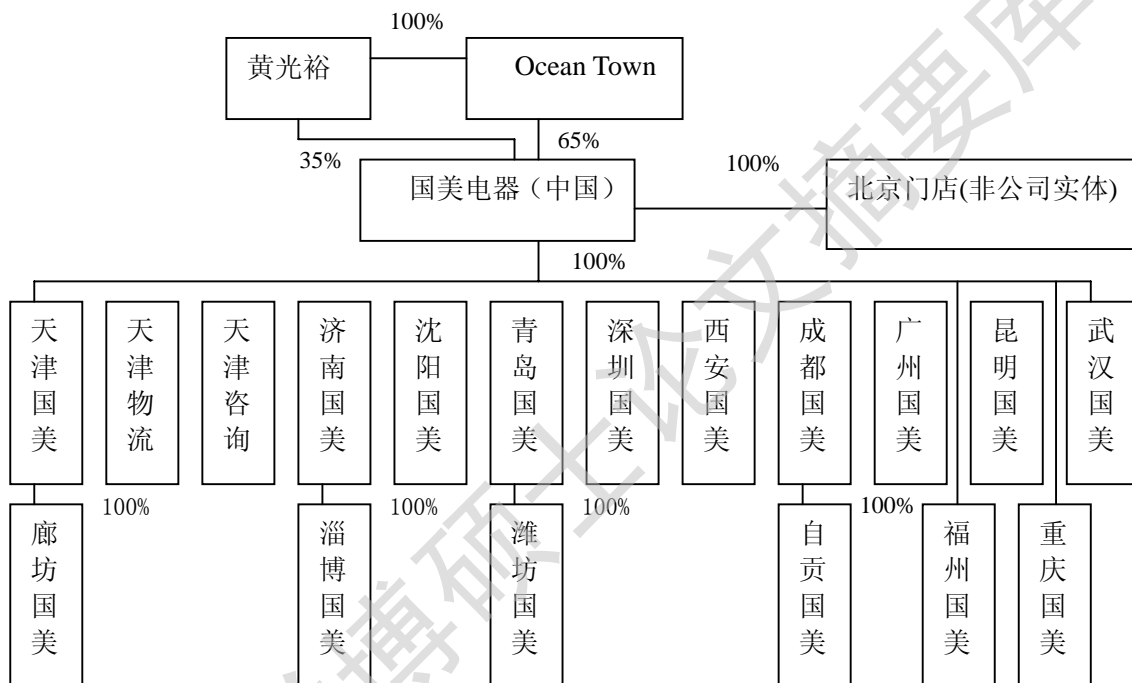
2003年，香港国美电器在香港旺角开业，国美迈出了国际化战略中重要一步，又一次领跑中国家电连锁零售业。此举不但为国美发展成为国际顶尖家电零售企业奠定了基础，同时提升了中国家电流通行业的整体运作水平。

二、国美集团重组后形成的国美电器有限公司

国美集团于2003年4月至2004年4月期间进行重组。根据重组计划，所有北京国美持有的位于北京的资产、负债（不包括与有关业务无关的若干资产、负债）及余下18家公司（包括94家门店）的全部权益转让予国美电器。随后，自2004年4月10日起，将国美电器65%的股权转让予Ocean Town，国美电器转型为一家中外合资企业，Ocean Town则成为国美电器的控股股东。

重组后形成的国美电器有限公司的组织结构如下：

图 2.1 国美电器有限公司组织结构图



资料来源：中国鹏润集团有限公司董事会函件“国美电器有限公司的非常重大收购、关联交易、股本重组、建议更改公司名称以及建议更改每手买卖单位”，2004年7月5日。

三、国美电器与母集团的关系

国美集团经2003年4月重组后分为国美电器和母集团，二者仍由黄光裕先生拥有并控制。截至2004年6月30日，母集团拥有“国美电器”的商标并在中国和香港经营39家门店，覆盖10个城市。母集团同时也授予独立第三方特许经营权，截至2004年6月30日，共拥有23家加盟店。其中的4家门店位于国美电器有经营业务的城市。截至2004年6月30日

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库